

2010-07-26

房地产业/房地产开发与经营

公司研究 / 更新报告

招商地产 (000024)

增持/ 维持评级

股价：RMB18.52

分析师

鱼晋华

SAC 执业证书编号:S1000208120162

+755-82492232 yujinhua@lhqz.com

联系人

宋莉

+21-68498606 songli@lhqz.com

业绩大增是开发体量增长的自由落体

—2010 年中报点评

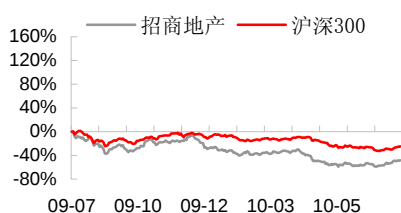
- 今日公司披露 2010 年半年报，实现营业收入 69.8 亿，同比增长 142.8%；实现营业利润 18.3 亿，同比增长 201.2%；实现归属母公司股东净利润 10.5 亿，同比增长 115.7%。每股收益 0.61 元，基本符合我们的预期。
- 公司上半年业绩大增一方面是因为受益于 09 年楼市的火暴从而使公司拥有较多的可结算资源，但更重要的一个原因是自 2009 年起，公司推盘量跨进百万平米的集团。也即，公司业绩增长是开工及推盘量跨越式增长的自由落体。具体而言，深圳曦城项目、上海招商南桥雅苑、招商雍华府以及南京依云溪谷是上半年的利润主要贡献者。另，公共事业营业收入与去年同期基本持平；物管业务随着物管项目的增加，收入规模也相应增加。
- 不过公司上半年推盘数量较少，公司销售收入并不理想。虽然公司未披露上半年的销售收入，但中报现金流量表中的“销售商品、提供劳务收到的现金”仅为 57.83 亿，与去年同期相比减少近 10 亿元，同比下降 14%。如果拿现金流入来近似销售业绩，上半年销售业绩近似于去年全年业绩的 1/3。
- 公司的推盘将较为集中在今年下半年，预期公司会采取低价入市的策略。下半年入市的项目中苏州小石城项目及北京公元 1872 项目较具吸引力及竞争力。据我们监测跟踪，苏州小石城项目采取低价入市策略，蓄客情况良好，别墅部分已基本认筹完毕。随着推盘量加大，可售资源的增加以及定价策略的得当，判断公司下半年销售收入将有所提升。
- 公司资金状况依然较为稳健，期末资金余额达到 103.9 亿元，占总资产的 20%。资产负债率为 61.3%，比年初下降 0.5%，剔除预收款后的资产负债率为 53.9%，较年初上升 1.6%。公司期末预收账款余额为 83 亿元，加上上半年 69.8 亿元的营业收入，我们预测的公司全年 123 亿营业收入锁定性较好。
- 我们维持对公司的盈利预测，10-11 年 EPS 分别为 1.31 元和 1.60 元，对应动态 PE 为 13.7 X 和 11.3X。09 年末 NAV 为 19.83 元/股，P/NAV 折价约 6%。鉴于对公司下半年销售的看好，依然维持增持评级。

相关研究

基础数据

总股本（百万股）	1717
流通 A 股（百万股）	647
流通 B 股（百万股）	141.00
可转债（百万元）	N/A
流通 A 股市值（百万元）	11976

最近 52 周与沪深 300 对比股份走势图



资料来源：华泰联合证券

经营预测与估值	2009A	2010H1	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	10137.7	6981.2	12340.9	17671.6	26792.5
(+/-%)	183.7	142.8	21.7	43.2	51.6
归属母公司净利润(百万元)	1644.1	1050.2	2252.3	2742.7	3219.4
(+/-%)	33.9	115.7	37.0	21.8	17.4
EPS(元)	0.96	0.61	1.31	1.60	1.87
P/E(倍)	19.3	30.4	13.7	11.3	9.6

资料来源：公司数据，华泰联合证券预测

项目大量结转致业绩同比大增

公司今日披露中报，10 年上半年实现营业收入 69.8 亿，同比增长 142.8%；实现营业利润 18.3 亿，同比增长 201.2%；实现归属母公司股东净利润 10.5 亿，同比增长 115.7%。每股收益 0.61 元，基本符合我们的预期。

受益于 09 年楼市销售的火爆，使公司上半年可结算资源丰富是公司房地产结转收入较去年同期大幅增加的一个重要原因。但另一个重要原因是，自 2009 年起，公司推盘量跨进百万平米的集团。也即，公司业绩增长也是 09 年开始开工及推盘量跨越式增长的自由落体。

上半年结算业务收入主要来自深圳曦城项目、上海招商南桥雅苑、招商雍华府以及南京依云溪谷项目。由于结算项目的毛利率水平较去年同期结算项目有所下降，10 年上半年房地产项目毛利率水平为 42.3%，比去年同期下降 4.5 个百分点。

公共事业营业收入与去年同期基本持平，保持稳定态势；物管业务随着物管项目的增加，收入规模也相应增加。

表 1 10 年上半年主营业务分行业情况

分行业	营业收入		营业成本		毛利率	
	金额 (百万元)	同比	金额 (百万元)	同比	毛利率	比上年同期增减 百分比
房地产业	6460.09	168.3%	3725.03	191.1%	42.3%	-4.5
公共事业	321.27	6.5%	236.72	10.0%	26.3%	-2.4
物业管理	199.05	20.1%	165.47	24.1%	16.9%	-2.7
其他	0.76	-28.1%	0.14	-26.3%	81.6%	-0.5
合计	6981.15	142.8%	4127.36	153.5%	40.9%	-2.5

数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所

表 2 10 年上半年主要结转项目

项目名称	期末预收账款额 (亿元)	期初预收账款额 (亿元)	预收账款减少额 (亿元)	预计竣工时间	预售比例
深圳曦城三期	1.51	20.14	18.73	已竣工	95%
上海招商南桥雅苑	0.16	7.51	7.36	2010 年	89%
上海招商雍华府 1、2 期	1.93	6.59	4.66	已竣工	67%
南京依云溪谷四期	0.10	3.47	3.37	已竣工	4%
合计	3.69	37.72	34.03	—	—

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

下半年将加速推盘，低价入市可使销售较好

公司上半年的营业收入大幅增长主要源自去年项目的大量结转，上半年推盘数量较少，公司销售收入并不理想。虽然公司未披露上半年的销售收入，但半年报现金流量表中的“销售商品、提供劳务收到的现金”仅为 57.83 亿，与去年同期相比减少近 10 亿元，同比下降 14%。如果拿现金流入来近似销售业绩，上半年销售业绩近似于去年全年业绩的 1/3。

下半年公司将加大推盘量，并采取低价入市，降预期开盘的策略。下半年入市的项目中苏州小石城项目及北京公元 1872 项目较具吸引力及竞争力。其中据我们监测跟踪，

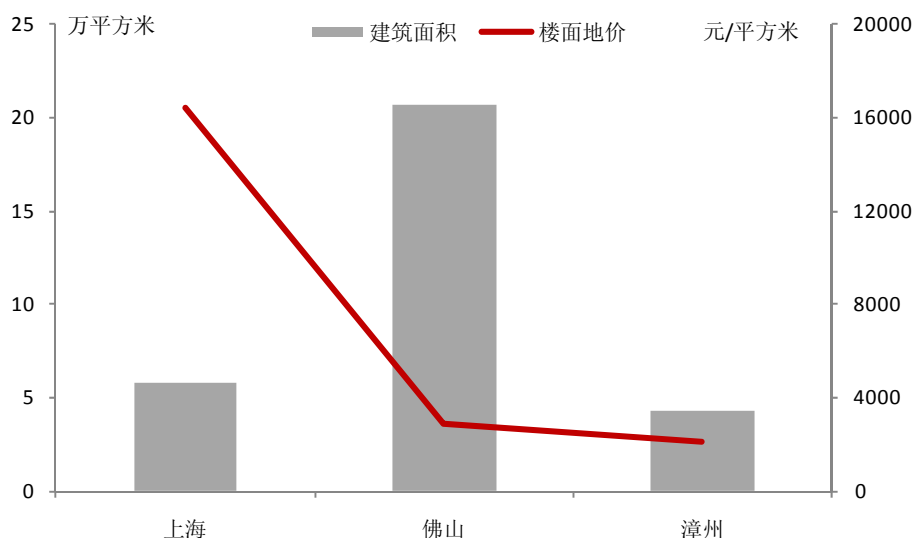
苏州小石城项目采取低价入市策略，蓄客情况良好，别墅部分已基本认筹完毕。随着推盘量加大，可售资源的增加以及定价策略的得当，相信公司下半年销售收入将有明显提升。

公司资金状况依然较为稳健，期末资金余额达到 103.9 亿元，占总资产的 20%。资产负债率为 61.3%，比年初下降 0.5%，剔除预收款后的资产负债率为 53.9%，较年初上升 1.6%。公司期末预收账款余额为 83 亿元，加上上半年 69.8 亿元的营业收入，我们预测的公司全年 123 亿营业收入锁定性较好。

上半年拿地稳健，多采用合作方式

公司上半年获取 4 幅地块，分别位于上海、漳州和佛山，权益总建筑面积为 30.75 万平方米，公司需支付总地价 16.36 亿元，平均楼面地价为 5320 元/平方米。四幅地块中三幅采取合作的方式，从拿地策略上，亦可看出招商地产的拿地的谨慎，对于总价低的地块选择独自竞拍，总价较高的地块则倾向于其他开发商合作竞拍。

图 1 公司上半年拿地情况



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

维持增持评级

我们维持对公司的盈利预测，10-11 年 EPS 分别为 1.31 元和 1.60 元，对应动态 PE 为 13.7 X 和 11.3X。09 年末 NAV 为 19.83 元/股，P/NAV 折价约 6%。鉴于对公司下半年销售的看好，依然维持增持评级。

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@lhzq.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@lhzq.com